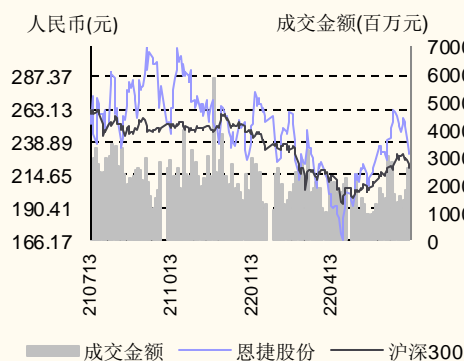


市场价格 (人民币): 230.00 元

目标价格 (人民币): 258.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.92
已上市流通 A 股(亿股)	7.42
总市值(亿元)	2,052.54
年内股价最高最低(元)	309.65/166.17
沪深 300 指数	4314
深证成指	12439



相关报告

1.《1Q22 业绩符合预期, 盈利能力保持提升 - 恩捷股份 1Q22 业绩...》, 2022.4.21

2.《行业特性决定竞争格局龙头优势保障超额收益 - 恩捷股份深度研究报...》, 2022.4.17

苏晨 分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
chenchuanhong@gjzq.com.cn

胡媛媛 联系人
huyuan@gjzq.com.cn

1H22 量利齐升业绩高增, 盈利能力保持提升

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,283	7,982	15,275	22,257	31,277
营业收入增长率	35.56%	86.37%	91.35%	45.71%	40.52%
归母净利润(百万元)	1,116	2,718	5,004	7,583	11,393
归母净利润增长率	31.27%	143.60%	84.14%	51.54%	50.24%
摊薄每股收益(元)	1.26	3.05	5.61	6.54	9.82
每股经营性现金流净额	1.19	1.59	5.81	8.24	12.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.05%	19.65%	27.37%	30.20%	32.22%
P/E	112.67	82.23	41.02	35.19	23.42
P/B	11.32	16.16	11.23	10.63	7.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ **公司公告 1H22 业绩预告:** 实现归母净利 19.96-20.76 亿元, YOY+90.06%-97.68%; 扣非净利 19.36-20.16 亿元, YOY+96.80%-104.93%。按照 1H22 扣非净利中值 19.76 亿元计算, 2Q22 扣非净利中值为 10.98 亿元, QoQ+25.06%, YOY+89.64%。符合市场预期。

经营分析

- **1H22&2Q22 业绩:** 公司业绩高增主要系隔膜产品量利齐升。1) 量方面: 二季度出货预计 11.5-11.9 亿平以上, 环比+4.5%-8.2% (4、5 月份大客户订单波动影响出货, 6、7 月排产已明显恢复)。2) 利方面: 按扣非净利中值 19.76 亿元测算, 1H22 隔膜单平净利预计 0.94-0.95 元/平以上, Q2 单平净利预计 0.94-0.98 元/平, 环比保持提升 (1Q22 预计为 0.92-0.93 元/平), 预计全年单平净利保持在 1 元/平以上。
- **22 年业绩展望:** 目前公司单月排产保持在 4-4.5 亿平以上, 季度出货在 13 亿平以上, 环比保持提升。7 月份开始, 海外客户项目启动 (如松下项目 Q3 释放), 北美大客户下半年订单增速较上半年提升明显, 公司下半年出货增速预计保持提升, 22 年整年出货预计在 45-50 亿平以上。
- **涂覆&出口情况:** 公司目前在线涂覆产线 12 条, 22 年底预计达 34 条 (占涂覆产能一半以上), 长期将以在线涂覆为主; 此外涂覆占比 22 年底预计达 40% (大客户涂覆比例提升至 25%-30%以上), 23/24 年目标在 50%/70% 以上。此外, 公司目前出口比例在 20%-30%, 22 年底预计在 30%以上, 23-24 年目标占比 40%以上。出口&涂覆比例提升将提升公司单平净利, 23-24 年预计保持在 1.1-1.2 元/平以上。

投资建议

■ 公司湿法隔膜成本优势及客户拓展有目共睹, 同时新产品增长曲线开始体现。我们预计, 公司 22/23/24 年业绩分别 50.0/75.8/113.9 亿元。参考可比公司, 给予公司 22 年 60 倍 PE, 目标市值 3000 亿元, 对应目标价 258 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示

■ 新能源汽车销量不及预期, 锂电池体系改变导致隔膜需求下降, 实际控制人和董事、监事、高级管理人员减持股份风险, 公司产能扩产不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,160	4,283	7,982	15,275	22,257	31,277
增长率		35.6%	86.4%	91.4%	45.7%	40.5%
主营业务成本	-1,730	-2,457	-4,002	-7,240	-10,229	-13,625
%销售收入	54.8%	57.4%	50.1%	47.4%	46.0%	43.6%
毛利	1,429	1,826	3,980	8,035	12,028	17,651
%销售收入	45.2%	42.6%	49.9%	52.6%	54.0%	56.4%
营业税金及附加	-15	-32	-37	-71	-109	-168
%销售收入	0.5%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-67	-56	-74	-133	-186	-257
%销售收入	2.1%	1.3%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
管理费用	-123	-156	-216	-393	-550	-758
%销售收入	3.9%	3.6%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%
研发费用	-155	-178	-409	-614	-951	-1,617
%销售收入	4.9%	4.2%	5.1%	4.0%	4.3%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	1,069	1,403	3,244	6,824	10,232	14,852
%销售收入	33.8%	32.8%	40.6%	44.7%	46.0%	47.5%
财务费用	-99	-189	-153	-601	-786	-707
%销售收入	3.1%	4.4%	1.9%	3.9%	3.5%	2.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	11	0	0	0	0
投资收益	2	9	17	5	7	8
%税前利润	0.2%	0.7%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	1,063	1,317	3,217	6,228	9,452	14,153
营业利润率	33.6%	30.7%	40.3%	40.8%	42.5%	45.3%
营业外收支	-1	-4	3	2	2	2
税前利润	1,062	1,313	3,220	6,229	9,454	14,155
利润率	33.6%	30.7%	40.3%	40.8%	42.5%	45.3%
所得税	-126	-138	-333	-934	-1,418	-2,123
所得税率	11.9%	10.5%	10.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	936	1,176	2,887	5,295	8,036	12,032
少数股东损益	86	60	169	291	452	639
归属于母公司的净利润	850	1,116	2,718	5,004	7,583	11,393
净利率	26.9%	26.0%	34.0%	32.8%	34.1%	36.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	936	1,176	2,887	5,295	8,036	12,032
少数股东损益	86	60	169	291	452	639
非现金支出	336	619	837	1,016	1,260	1,525
非经营收益	77	146	186	592	636	512
营运资金变动	-585	-885	-2,491	-1,715	-2,580	-3,105
经营活动现金净流	763	1,055	1,419	5,188	7,352	10,964
资本开支	-2,118	-2,666	-3,991	-4,100	-4,407	-5,072
投资	-957	-2,099	711	-2,020	0	0
其他	2	-511	-435	5	7	8
投资活动现金净流	-3,074	-5,276	-3,715	-6,115	-4,401	-5,064
股权募资	0	5,183	41	-50	0	0
债权募资	3,213	1,211	2,315	1,886	-809	-3,315
其他	-432	-834	-744	-1,067	-1,379	-1,618
筹资活动现金净流	2,781	5,560	1,613	768	-2,189	-4,933
现金净流量	470	1,339	-686	-160	763	968

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,012	2,375	1,833	1,674	2,437	3,405
应收款项	2,624	3,118	5,309	7,587	10,850	14,965
存货	759	1,157	1,681	2,516	3,484	4,548
其他流动资产	628	2,058	639	2,845	3,004	3,187
流动资产	5,023	8,708	9,463	14,622	19,775	26,105
%总资产	41.2%	42.3%	36.2%	42.5%	46.3%	49.5%
长期投资	13	13	122	122	122	122
固定资产	6,491	10,061	12,631	14,484	16,413	18,431
%总资产	53.2%	48.9%	48.4%	42.1%	38.4%	35.0%
无形资产	346	989	1,085	1,289	1,430	1,558
非流动资产	7,170	11,864	16,660	19,770	22,975	26,590
%总资产	58.8%	57.7%	63.8%	57.5%	53.7%	50.5%
资产总计	12,193	20,572	26,122	34,392	42,750	52,695
短期借款	3,119	2,322	4,500	7,087	6,218	2,837
应付款项	1,004	1,752	1,208	2,695	3,852	5,210
其他流动负债	107	216	1,226	1,323	1,976	2,876
流动负债	4,229	4,290	6,934	11,105	12,046	10,924
长期贷款	1,968	2,667	2,803	2,803	2,803	2,803
其他长期负债	1,115	2,020	1,848	1,203	1,341	1,517
负债	7,312	8,976	11,585	15,111	16,191	15,244
普通股股东权益	4,551	11,103	13,832	18,285	25,110	35,364
其中：股本	805	887	892	892	892	892
未分配利润	1,745	2,747	5,288	9,792	16,617	26,871
少数股东权益	330	493	705	996	1,449	2,087
负债股东权益合计	12,193	20,572	26,122	34,392	42,750	52,695

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.055	1.258	3.045	5.607	6.537	9.821
每股净资产	5.651	12.523	15.500	20.490	21.644	30.483
每股经营现金净流	0.948	1.190	1.590	5.813	8.238	12.286
每股股利	0.125	0.170	0.303	0.561	0.850	1.277
回报率						
净资产收益率	18.67%	10.05%	19.65%	27.37%	30.20%	32.22%
总资产收益率	6.97%	5.42%	10.40%	14.55%	17.74%	21.62%
投入资本收益率	9.39%	7.20%	12.99%	19.47%	23.98%	28.76%
增长率						
主营业务收入增长率	28.57%	35.56%	86.37%	91.35%	45.71%	40.52%
EBIT增长率	50.18%	31.22%	131.18%	110.36%	49.95%	45.15%
净利润增长率	63.92%	31.27%	143.60%	84.14%	51.54%	50.24%
总资产增长率	58.30%	68.72%	26.98%	31.66%	24.30%	23.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	153.4	159.9	153.9	150.9	147.9	144.9
存货周转天数	129.9	142.3	129.4	126.9	124.3	121.8
应付账款周转天数	79.8	63.4	51.1	51.7	52.2	52.7
固定资产周转天数	570.3	717.6	497.4	300.8	235.2	188.3
偿债能力						
净负债/股东权益	83.48%	17.50%	40.43%	44.73%	26.33%	7.06%
EBIT利息保障倍数	10.8	7.4	21.2	11.4	13.0	21.0
资产负债率	59.97%	43.63%	44.35%	43.94%	37.87%	28.93%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	15	27	70	126
增持	1	7	10	23	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.32	1.27	1.25	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402